

Porto Alegre, 11 de fevereiro de 2011

Prezado investidor,

Pedimos licença para desviar o tema desta carta - em geral focado nos fatos econômicos relevantes do trimestre – para comemorar os cinco anos que a FUNDAMENTA completou recentemente. Gostaríamos, portanto, de contar um pouco sobre o nosso trabalho e sobre como a crise econômica recente teve um efeito didático importante na nossa formação.

O Brasil poderia figurar no Guinness; foi o país cujos títulos do governo pagaram a maior taxa de juros real do planeta nas últimas décadas. A tabela abaixo ilustra o retorno anual real médio destes títulos, representado pela taxa Selic, em comparação com o retorno da bolsa representada pelo Ibovespa. A comparação com os EUA ilustra o tamanho da aberração.

Um pouco sobre a nossa história, em homenagem aos cinco anos da empresa.

Retornos Reais Anualizados	Brasil		Estados Unidos	
	Taxa Selic	IBOVESPA	Fed Fund Rate	S&P 500
Últimos 25 anos	10,4%	7,2%	1,6%	4,5%
Últimos 10 anos	8,1%	9,1%	0,0%	-2,8%
Últimos 5 anos	6,6%	10,4%	0,2%	-2,0%

FONTE: Macrodados. Utilizou-se IPCA como deflator no Brasil e CPI nos EUA.

À taxa Selic dos últimos 25 anos no Brasil, era possível dobrar o poder de compra do capital investido a cada 7 anos. Neste ambiente, esforços de gestão de investimento foram pouco recompensadores, e a bolsa de valores – contrariando a lógica econômica de que maior risco deve proporcionar maior retorno – ficou rotulada como sendo território para especuladores. Por que, então, escolhemos fazer gestão de investimentos, focando no mercado de ações?

Acreditamos que os dias de glória da taxa Selic no Brasil estão contados. A evidência desta mudança de tendência pode-se ver nos períodos mais recentes na tabela, com os retornos da bolsa já superando a taxa Selic nos últimos 5 e 10 anos. Este fenômeno recém começou, e tornará a atividade de gestão profissional de investimentos cada vez mais necessária.

A FUNDAMENTA foi criada vislumbrando a queda da taxa Selic, que demandará gestão profissional de Investimentos.

O autor Jeremy Siegel no livro *Stocks for the Long Run* analisou retornos nos EUA de 1871 até 2006 e mostrou que investimentos em bolsa que duraram 10 anos apresentaram performance superior ao títulos do governo de curto prazo em 85% das ocorrências. Os investimentos que duraram 20 anos venceram em 95% das ocorrências, e os de 30 anos foram superiores 100% das vezes. Está claro que no longo prazo, o risco maior está em não investir em ações!

Reconhecemos, contudo, que a associação de bolsa com especulação tem suas razões. Nenhum dos atuais sócios da FUNDAMENTA foi profissional egresso de alguma casa consagrada de investimentos. São executivos da economia real que procuram ver o mercado de ações sob a ótica do empreendedorismo, e cujo foco na compreensão dos negócios ajudou a sublimar o fortíssimo apelo que induz à especulação e acomete os novos entrantes desavisados.

Temos hoje uma opinião clara sobre o que funciona e o que não funciona quando se trata de investimento em bolsa. Listamos abaixo alguns princípios básicos que entendemos serem fundamentais para êxito na bolsa:

- **O preço de uma ação subirá no tempo se o fluxo de caixa ao acionista por ação também subir.** Companhias que apresentam elevado retorno sobre capital, estrutura de capital adequada e boa governança corporativa tendem a apresentar bons resultados aos seus acionistas. Empresas que crescem seu lucro líquido por ação no tempo também costumam ter bom desempenho. O nosso processo decisório foca em empresas de alta qualidade e com geração de valor previsível; evitamos empresas de baixa qualidade na espera de um ajuste.
- **Ação de empresa ruim com múltiplo supostamente barato provavelmente dará menos retorno do que a de uma empresa boa com múltiplo supostamente caro:** as métricas mais usadas de avaliação (P/L ou P/VPA) são insuficientes para se estabelecer uma comparação relativa entre diversas empresas. Empresas que gozam de vantagens competitivas sustentáveis, com um bom time de gestão e que respeitam seus acionistas minoritários geralmente serão negociadas próximo do seu valor justo. A crise de 2008 provou que estas empresas costumam sofrer menos desvio de preço-valor.
- **Acompanhar a tela do mercado gera ruído no processo de gestão:** até hoje os acadêmicos debatem sem consenso sobre a hipótese do mercado eficiente. A escola das finanças comportamentais tem feito um contraponto que explica melhor algumas anomalias na história do mercado financeiro. Acreditamos que devemos nos focar na compreensão do ambiente de negócios das empresas investidas e na sua estratégia, pois sua cotação em bolsa será consequência dos resultados que disso decorrem.
- **Estar junto com o consenso é cômodo, mas não agrega valor:** andar junto com a média não gera resultados diferenciados no tempo. Operar contra o consenso requer, entretanto, personalidade e conhecimento. Bom senso para saber mudar de opinião também é importante, pois é tênue a fronteira entre a convicção e a teimosia.
- **O segredo é não perder:** o maior erro que um gestor pode cometer é concentrar em um ativo com potencial de perda elevada, visto que o custo para recuperar uma perda importante é imenso. Reconhecemos que o nosso trabalho envolve compreendermos quando uma crise grave está em formação, e ter personalidade de atuar de forma defensiva quando a euforia é o sentimento dominante.
- **Minimizar custos:** alocação eficiente de capital é o núcleo do nosso trabalho, e isso envolve também manter os custos da gestora e dos fundos sob controle. Cada Real extraído hoje de um investimento a título de custo significa maior esforço de gestão para entregar retornos anormais no futuro. Processos decisórios que dependam de

Escolhemos a bolsa como opção de investimento, e percebemos que nossa característica de focar em compreensão de negócios conflita com o ambiente especulativo que paira sobre o mercado acionário

Estamos confortáveis com a característica do nosso processo decisório, calcada nos princípios consagrados de investimento fundamentalista responsável.

trocas frequentes de posição precisam ser revistos, pois resultam em custos elevados de transação.

Por fim, sabemos que há diversas outras formas de se investir capital e obter bons retornos no longo prazo, tais como imóveis e crédito privado. A nossa convicção, a qual vem respaldada pelas estatísticas históricas, é de que a bolsa de valores propicia a melhor relação de retorno com liquidez para os investimentos. Aproveitamos para agradecer os investidores que nos apoiaram durante estes primeiros anos. É nossa obrigação honrar esta confiança.



Não podíamos deixar de comentar: o segundo pacote de ajuda financeira divulgado pelos Estados Unidos em novembro somado à manutenção do programa de corte de impostos – herança do governo republicano de George W. Bush – disparou um aumento na expectativa de crescimento do PIB daquele país. Este evento somado à escalada recente de algumas commodities alimentícias foi a ignição para venda de títulos do governo de 10 anos, cuja taxa passou de 2,5% a.a. (última ocorrência em 1953) para 3,7% de novembro à fevereiro. Tal movimento sinaliza o prenúncio da recuperação da economia norte-americana, a qual não foi plenamente sancionada pela safra de indicadores de emprego e atividade imobiliária de janeiro. Independente de ser ou não justificável este movimento, o fato é que isso afeta as bolsas de mercados emergentes no curto prazo, mas no médio prazo o sentimento que deverá imperar é de que a recuperação global está em curso, com lucros em alta e bolsas em geral pra cima. Não precisa ter memória longa para ver que este movimento ocorreu também no segundo trimestre de 2004, quando Alan Greenspan iniciou a ascensão da taxa de juros nos EUA.

Entendemos que a queda da bolsa brasileira no final de 2010 e início de 2011 explica-se pela expectativa de recuperação dos EUA, e tal correção deve terminar em breve.

E já que falamos em memória, vale lembrar alguns episódios os quais a nossa atual Presidente protagonizou. Para tanto, pegamos carona nas palavras do comentarista Merval Pereira: “Em novembro de 2005 numa reunião no Palácio do Planalto, a então ministra da Casa Civil Dilma Rousseff, teria explicitado o que muitos petistas se perguntam há muito tempo: por que não podemos ter uma inflação de 15%? Além disso, numa entrevista na mesma época, atacou de frente o projeto do então Ministro Palocci de fazer um plano de equilíbrio fiscal com horizonte de dez anos, com metas estabelecidas de superávit primário e corte de custos na máquina governamental”. O que vimos depois da saída do Palocci foi um crescimento cada vez maior dos gastos do governo, e a presidente Dilma inicia sua gestão sinalizando compreender a importância de um compromisso com o controle das contas públicas e com o superávit primário. Que o dom da flexibilidade ilumine a nossa primeira mulher Presidente.

Esperamos lucidez da nossa nova Presidente para compreender a responsabilidade e manter os gastos públicos sob controle.